



Isabel Gutiérrez Molina^(*)

Notas sobre la **evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión** en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

“LOS FONDOS MUTUOS, POR SU PARTE, SURGEN EN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA COMO UNA RESPUESTA A LA RESTRICCIÓN LEGAL QUE PESABA SOBRE LOS BANCOS AMERICANOS PARA EL PAGO DE INTERESES AL AHORRO, QUE FUE IMPUESTA COMO CONSECUENCIA DE LA GRAN DEPRESIÓN DE LOS AÑOS TREINTA (30'S) Y CON EL SURGIMIENTO DE UNA FÉRREA REGULACIÓN BANCARIA QUE HACÍA A LOS BANCOS POCO FLEXIBLES EN LOS PRODUCTOS A SER OFRECIDOS AL PÚBLICO.”

1. Antecedentes Históricos

Para comprender el rol que juegan los fondos de inversión en el mercado de capitales, conviene remitirse a su historia y desarrollo actual. Ahora bien, debemos acotar que la industria de los fondos de inversión no puede desligarse en términos generales de la historia del mercado de valores y en términos más puntuales de la historia de los fondos mutuos. Por lo tanto, con la finalidad de dar las herramientas necesarias para comprender de mejor manera este negocio, nos referiremos a la historia de los fondos de inversión a partir de su evolución en el mercado americano (mercado del que se tomó este producto), para posteriormente referirnos a la historia y el desarrollo actual de esta industria en nuestro país.

1.1 Surgimiento de la industria de fondos mutuos y *hedge funds* en el mercado americano

En el mercado americano, los fondos de inversión o como se denominan en ese país de manera genérica, los *hedge funds*⁽¹⁾, surgen como el

(*) Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Magíster en Derecho por la Universidad de Boston. Profesora de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú y den la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC). Socia de Jorge Avendaño & Forsyth, Abogados.

(1) Si bien en la actualidad el término *hedge fund* responde de manera concreta a un tipo de fondo de inversión (aquél que tiene como finalidad la inversión en instrumentos de cobertura), el término *hedge fund* en el mercado americano, por ser el

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

paso siguiente en el desarrollo natural de la industria de los fondos mutuos. Los fondos mutuos, por su parte, surgen en Estados Unidos como una respuesta a la restricción legal que pesaba sobre los bancos americanos para el pago de intereses al ahorro⁽²⁾, que fue impuesta como consecuencia de la Gran Depresión de los años treinta y con el surgimiento de una férrea regulación bancaria que hacía a los bancos poco flexibles en los productos a ser ofrecidos al público. De este modo, los fondos mutuos o *investment companies*⁽³⁾ empezaron a usarse para ofrecerles a los inversionistas/ahorristas alternativas más rentables de inversión/ahorro en comparación con las reducidas tasas de interés pagadas por los bancos⁽⁴⁾.

En 1940 se dicta la Ley de Compañías de Inversión (*Investment Company Act of 1940*) y la Ley del Asesor de Inversión (*Investment Advisor Act of 1940*) para regular esta industria ante los abusos que surgieron en el mercado en ese momento.⁽⁵⁾ Estas normas otorgaron al regulador del mercado de valores americano (*Security and Exchange Commission –SEC*) las herramientas y las facultades necesarias para regular y supervisar la industria de los fondos mutuos.

Esta industria se volvió sumamente popular en los años setenta como producto de la madurez del mercado y la sofisticación de los inversionistas que comenzaron a apreciar las ventajas de: (i) las economías de escala que generan la reunión de grandes sumas de dinero a partir de las inversiones efectuadas por muchos pequeños inversionistas, permitiendo, entre otras cosas, la contratación de expertos en inversiones;

y, (ii) la diversificación del riesgo en la inversión. Otra razón de este despegue fue el desarrollo de nuevos servicios y productos dentro de esta industria, lo que dio origen a una vasta variedad de fondos mutuos, como los fondos de menor riesgo especializados en valores emitidos por el gobierno, o los fondos especializados en valores de corto plazo (*“Money Market” Funds*) que permitían a los inversionistas hasta emitir cheques a favor de terceros, entre otros⁽⁶⁾.

De acuerdo con la *Investment Company Act* los fondos mutuos (o *investment companies*) deben ser registrados ante la SEC y por ende, sujetarse a los límites y disposiciones impuesto por dicha ley, por la *Investment Advisor Act* y en general por toda la normativa del mercado de valores aplicable a las ofertas públicas. De hecho, la diferencia fundamental entre los fondos mutuos o *investment companies* americanas y los *hedge funds*, es que los primeros son ofrecidos al público y por ende, las políticas de inversión de los mismos se encuentran detalladamente reguladas.

En este contexto es que comienza a surgir la industria de *hedge funds* en el mercado americano, vale decir, cuando el inversionista cada vez más sofisticado y pudiente (con

primero que se acuñó a este producto, es también usado de manera genérica para referirse a todo producto de inversión colectiva que no califique como fondo mutuo.

- (2) El control sobre la tasa de interés sobre los depósitos apareció en la regulación federal americana durante la Gran Depresión. La Ley de Banca de 1933 (*Banking Act of 1933*) prohibió el pago de intereses a los depósitos a la vista y autorizó a la Reserva Federal a establecer las tasas a ser pagadas a las cuentas de ahorro. Como consecuencia de ello, los ahorristas y los bancos, comenzaron a buscar alternativas más rentables que por el lado de los ahorristas, les permitan obtener mejores ganancias por sus ahorros y que por el lado de los bancos, los hagan más competitivos en la captación de fondos del público. (Extraído de: MACEY, MILLER y CARNELL; *Banking Law and Regulation, Third Edition*, ASPEN Publishers, p. 23).
- (3) Al respecto, debe tenerse presente que la forma jurídica típicamente utilizada por los fondos mutuos (y posteriormente por los *hedge funds*) es la de *limited partnerships* y *corporations* (sociedades de responsabilidad limitadas y sociedades en comandita), cuyas acciones o participaciones son adquiridas por los inversionistas o partícipes del fondo.
- (4) HAMMER, D. REISER, C. HAYNES, G y otros. *U.S. Regulation of Hedge Funds*. Publicado por Shartsis Friese LLP. American Bar Association – ABA, p. 62.
- (5) MACEY, MILLER y CARNELL; *Banking Law and Regulation. Third Edition*. Aspen Publishers, pp. 589-591.
- (6) *Ibid.*



Isabel Gutiérrez Molina

mayores recursos y menor aversión al riesgo) no encontraba en la industria de los fondos mutuos una respuesta a sus expectativas cada vez más altas de rendimientos y sofisticación.

Si bien el primer *hedge fund* que surge en el mercado americano fue creado en 1949 por el graduado de *Harvard*, Alfred Jones, quien innovó el mercado creando su propio vehículo de inversión colectiva combinando la tenencia a largo plazo de acciones con compras en corto y usando el financiamiento (o *leverage*) para incrementar las ganancias del fondo, la fecha de nacimiento de la industria de los *hedge funds* como se conoce hoy en día data de 1966, cuando la revista *Fortune* destacó las “oscuras” inversiones que superaban en muchos dígitos las ganancias generadas por los fondos mutuos. En los años siguientes, como parte de un esfuerzo por aumentar las ganancias, muchos fondos de inversión fueron más allá de la clásica estrategia creada por Jones llevando a cabo estrategias más riesgosas basadas en préstamos de largo plazo (*long-term leverage*) generando más sofisticación en la industria. Sin embargo, estas tácticas ocasionaron grandes pérdidas en los años 1969 y 1970 y el cierre de muchos fondos durante 1973 y 1974, luego de lo cual la industria de los *hedge funds* permaneció prácticamente estática por casi dos décadas⁽⁷⁾.

No obstante, pasada la primera mitad de los años ochenta, la industria de los *hedge funds* vuelve a los titulares con el reporte en 1986 de las actividades del *Tiger Fund* de Julian Robertson. Para ese entonces, la industria de los *hedge funds* ofrecía a los inversionistas miles de fondos con cada vez más sofisticadas y exóticas estrategias de inversión, incluyendo inversiones en moneda, derivados como futuros y opciones⁽⁸⁾.

Durante los noventas, animados por el notable éxito de Robertson muchos administradores de fondos mutuos con un

alto perfil profesional se pasaron a la industria de los *hedge funds* buscando fama y fortuna. Sin embargo, a fines de la década y principios del año 2000 la historia se repitió de manera desafortunada con el cierre escandaloso de numerosos *hedge funds* de alto perfil, incluyendo el de *Robertson*.

Como respuesta a lo anterior, en 2004 se llevaron a cabo significativas reformas a la *Investment Advisor's Act of 1940* obligándose al registro de los patrocinadores (*sponsors*) y administradores de los fondos (*hedge fund manager*), incrementando los requisitos para la colocación de los *hedge funds* entre los inversionistas⁽⁹⁾, así como las obligaciones de información diaria sobre el desempeño del fondo, e imponiendo la contratación de oficiales de cumplimiento y el establecimiento de un código de ética⁽¹⁰⁾.

A pesar de la crisis reciente de 2008, la industria de los *hedge funds* continúa creciendo e innovando con la creación de los “fondos de fondos” (*funds of funds*), vale decir de los fondos mutuos que a su vez invierten en *hedge funds*, generando mayor diversificación al portafolio de los inversionistas y reduciendo los requisitos de inversión, haciendo más accesible la inversión en los *hedge funds*.

Como se desprende de lo expuesto, las industrias de los *hedge funds* y de los fondos mutuos en Estados Unidos se mantienen hasta la fecha sumamente ligadas, debido a que no se puede explicar el crecimiento y evolución

(7) MCWINNEY, James. *A Brief History of the Hedge Fund*, publicado en www.investopedia.com/articles .

(8) Loc cit.

(9) La regulación aplicable a los *hedge funds*, tiene como objetivo primordial que este tipo de producto (por su riesgo y sofisticación) no llegue a los pequeños inversionistas más vulnerables a los vaivenes del mercado. En ese sentido, toda la regulación aplicable a los *hedge funds* define con claridad las restricciones al número de inversionistas, a los medios utilizados para ofrecer el fondo, los requisitos de especialidad y profesionalismo, así como de experiencia que deben reunir los inversionistas de los *hedge funds* para que el fondo no califique como un fondo mutuo (*investment company*) y por ende, se mantenga dentro de la excepción al registro ante la SEC.

(10) MCWINNEY, James. Ibid.

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

de una sin la otra. A ello debe agregarse que se tratan de productos sumamente parecidos pero con diferencias que en muchos casos los contraponen o acercan.

A manera de síntesis, podemos señalar que el surgimiento de los *hedge funds* se explica en gran medida en la madurez del mercado y de los inversionistas, así como al insaciable apetito de los inversionistas y operadores del mercado por obtener mayores ganancias. Asimismo, también se explica como una consecuencia de ciertos momentos históricos en los que la confianza en el mercado crece conforme crece la salud de la economía o las experiencias de éxito de personas de alto perfil. No obstante, en el mercado norteamericano resulta claro que primero surge la industria y luego la regulación, normalmente esta última como una respuesta a ciertos abusos en el mercado o a crisis específicas que no pueden ser superadas por el mismo mercado.

1.2 Surgimiento y resurgimiento de la industria de fondos mutuos y fondos de inversión en el Perú

A diferencia de lo que ocurrió en Estados Unidos, los fondos de inversión en nuestro país aparecen a partir de su reconocimiento legal expreso con la promulgación en 1995 del Decreto Legislativo 862, Ley de los Fondos de Inversión y de sus Sociedades Administradoras (en adelante, la “Ley de Fondos de Inversión”). Por su parte, los fondos mutuos fueron creados en 1992 con la promulgación del Decreto Legislativo 755, antigua Ley del Mercado de Valores, que fue sustituida en 1995 por el Decreto Legislativo 861 que aprobó la Ley del Mercado de Valores vigente (en adelante, la “Ley del Mercado de Valores”) a la fecha modificada⁽¹¹⁾. Dichas normas constituyeron las partidas de nacimiento en nuestro país de los fondos de inversión (en la Ley de Fondos) y de los fondos mutuos (en la antigua Ley del Mercado de Valores). De este modo, en nuestro país se crearon los vehículos legales especializados en la inversión colectiva mediante la promulgación de normas, y no como el desarrollo evolutivo de un mercado activo.

Este fenómeno, en su momento generó una serie de encontrones entre la realidad y la regulación, especialmente cuando la regulación fue puesta a prueba por la crisis económica mundial desatada a finales del año 1997 y durante el año 1998, momento en el cual quedó en evidencia que no sólo la regulación sino también los propios operadores del sistema no estaban lo suficientemente maduros como en otros mercados, en los que la industria de los fondos mutuos y los fondos de inversión habían surgido de manera previa a su reconocimiento legal. En aquella oportunidad, nuestra incipiente industria de fondos mutuos casi desaparece y nuestra industria de fondos de inversión ni siquiera pudo dar sus primeros pasos. Tuvieron que pasar casi diez años antes de que la industria de fondos de inversión despegara⁽¹²⁾.

Un hecho histórico que grafica con claridad la profunda divergencia que se presentó entre la realidad y la norma, se refiere a la metodología de valorización de las inversiones de los fondos mutuos que por norma se utilizaba entre 1997 y el primer semestre de 1998, que no pudo reflejar la pérdida de valor de dichas inversiones conforme esas pérdidas se dieron, y que cuando fue ajustada en noviembre de 1998 generó un escándalo de magnitudes importantes que afectó seriamente la confianza de los inversionistas en esta industria.

Con la crisis asiática de 1997, seguida de la crisis rusa y mejicana, el valor de liquidación de los instrumentos representativos de deuda (bonos y papeles comerciales) en los que

(11) El Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores fue aprobado mediante Decreto Supremo N° 003-2002-EF.

(12) Si bien no existen datos exactos y oficiales respecto de en qué momento puede señalarse como el punto de partida del despegue de la industria de fondos de inversión, ya para los años 2007 – 2008 se aprecia en el mercado el surgimiento de fondos de inversión adquiridos por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.



Isabel Gutiérrez Molina

invertían los fondos mutuos se vieron seriamente afectados, lo que evidentemente se hubiera tenido que ver reflejado en el valor de las cuotas de los fondos mutuos que invertían en tales instrumentos.

Sin embargo, debido a la metodología de valorización vigente en ese momento, basada en el descuento del flujo de pagos futuros del instrumento a la tasa de rendimiento en el mercado o en su defecto a la tasa de rendimiento implícita en su adquisición, y no basada en su *valor de liquidación*⁽¹³⁾ en ese momento, el valor de las cuotas se mantuvo en sus mismos niveles de manera artificial no reflejando las pérdidas reales sufridas por los fondos mutuos. Esta situación hacía inviable el manejo de los mismos, especialmente cuando por los rumores de la crisis y las caídas en la Bolsa de Valores de Lima, los inversionistas comenzaron a retirar sus inversiones en los fondos mutuos cada vez con mayor frecuencia, generándose situaciones de incumplimiento en algunos casos, dado que las administradoras de los fondos mutuos no podían contar con recursos líquidos suficientes para cubrir la demanda de retiros en ese momento, y menos aún considerando un valor de cuota irreal.

En este contexto, el 4 de noviembre de 1998, CONASEV emitió la Resolución Gerencia General N° 181-98-EF/94.11, con la cual modificó abruptamente la metodología de valorización de los activos de los fondos mutuos ordenando que los valores representativos de deuda sean valorizados descontando su flujo de pagos futuro pero a una tasa de rendimiento establecida libremente por cada sociedad administradora de manera que las inversiones reflejen su valor de liquidación. De manera aun más polémica la referida resolución indicó que su fecha de entrada en vigencia sería el día de su “notificación”, es decir el 5 de noviembre de 1998 (fecha de publicación en el Diario Oficial El Peruano), y no al día siguiente de su publicación, como es lo regular, es decir el 6 de noviembre de 1998. Esto generó que de un momento a otro el valor de las cuotas fuera sincerado, bajando a niveles por debajo de su valor de colocación inicial, haciendo efectivas las pérdidas de los inversionistas.

Así, los inversionistas que retiraron su inversión luego de la entrada en vigencia de la referida resolución sufrieron pérdidas no sólo de los rendimientos hasta ese momento señalados (en base a la antigua metodología de valorización) sino también del capital inicialmente invertido, desatándose una ola de denuncias ante la CONASEV, de todo tipo, incluyendo casos de abusos por uso de información privilegiada en contra de las personas que extrañamente retiraron sus cuotas antes de la entrada en vigencia de la norma cuestionada, aparentemente contando con información no pública respecto del ajuste que se iba a realizar.

Incluso, muchas personas afectadas cuestionaron la legalidad de la resolución considerando que ésta entró en vigencia el mismo día de su publicación, y no al día siguiente como era lo esperado, con la intención de que no fuera reconocida y sus cuotas fueran devueltas al valor que mostraban antes de la entrada en vigencia de la norma.

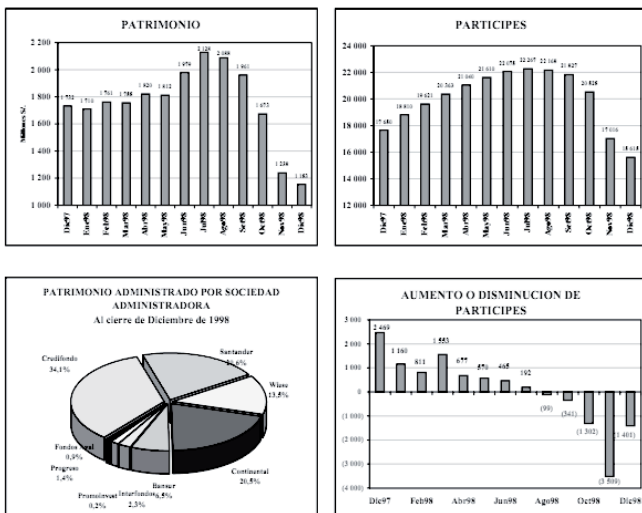
En el gráfico 1 se pueden apreciar algunos indicadores que muestran la forma como se vio afectada la industria con la crisis y los sucesos que se derivaron de la misma.

Como se desprende de lo anterior, la disminución tanto de patrimonios administrados como de partícipes o inversionistas fue notoria en el segundo semestre del año 1998. Un dato adicional es que el mercado de fondos mutuos de finales de los 90's estaba copado por las sociedades administradoras relacionadas a los principales bancos de ese entonces, como el Banco de Crédito del Perú con Credifondo, el Banco Continental y el Banco Santander,

(13) Hoy como en todos los mercados, las valorizaciones de las inversiones se deben realizar a valor de realización de mercado, lo que se conoce como el *marked to market*. Con la crisis del 2008, y los problemas que se suscitaron en la actual industria

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

Principales indicadores del Sistema de Fondos Mutuos



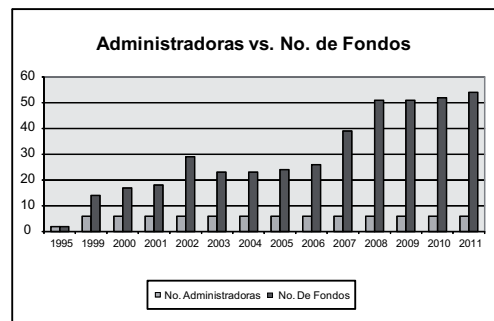
Fuente: CONASEV - Registro Público de Mercado de Valores
Elaboración: m CONASEV-Sub Gerencia de Estudios - G.I.D.

seguidos de cerca por el Banco Wiese, composición que a la fecha viene a ser casi la misma.

A raíz de estos sucesos, los inversionistas no sólo se alejaron de esta industria, sino que además se tuvo que hacer muchos ajustes a la regulación y a las tácticas de venta usadas por los fondos mutuos, algunos de los cuales antes de la crisis habían publicitado sus fondos como una alternativa de "ahorro", sin indicar con claridad que por tratarse de una inversión, existía el riesgo de pérdida del capital invertido.

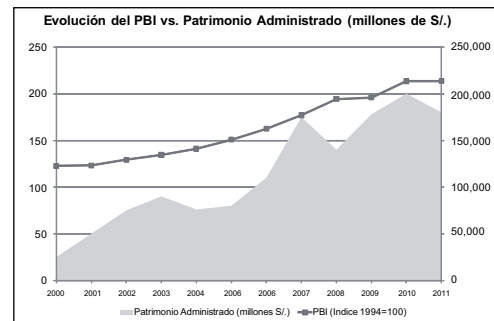
De este modo, en 1998 las colocaciones en los fondos mutuos cayeron a niveles importantes, y no se recuperaron sino el año 2007, en el que se registra un acentuado crecimiento de la oferta por el número de fondos, aunque el número de

sociedades administradoras se mantuvo relativamente constante y de una estructura similar, tal como se muestra en los siguientes gráficos⁽¹⁴⁾:



Fuente: CONASEV

De igual modo, el monto de activos y patrimonios administrados presenta una evolución similar, resultando claro que luego de la crisis de fines de los noventas, el crecimiento de los patrimonios administrados se presentaba similar al propio crecimiento de la economía.



Fuente: CONASEV, BCRP

de fondos mutuos y fondos de inversión el *marked to market* es la regla general no sólo para la valorización de inversiones, sino también para su anotación contable.

(14) Debemos precisar que si bien la información presentada tiene como fuente citada CONASEV, la forma de presentación de esta información fue obtenida de la presentación preparada por Equilibrium Clasificadora de Riesgo *An Affiliate of Moody's Investor Service, Inc.*, en el evento *Perú Briefing XV Anniversary*, llevada a cabo el miércoles 15 de junio de 2011 en el Hotel Westin en Lima, con motivo de la celebración de los 15 años de fundación de la referida clasificadora de riesgo.



Isabel Gutiérrez Molina

De este modo, es con el *boom* de nuestra economía a partir del año 2005, el apogeo de los precios de los metales y las extraordinarias ganancias generadas en la Bolsa de Valores de Lima en el período entre los años 2006 e inicios del 2008, que se generó el caldo de cultivo necesario para que la industria de los fondos mutuos y de los fondos de inversión se establezcan de manera exitosa.

Una nota característica de este mercado que vale la pena resaltar, es que a pesar de su crecimiento en términos de fondos y activos administrados, los jugadores del mercado son casi los mismos, vale decir, sociedades administradoras de fondos mutuos ligadas a bancos. Así, en la actualidad el mercado se encuentra repartido entre Credifondos (ligada al Banco de Crédito del Perú), Continental Fondos (subsidiaria del BBVA Banco Continental) Interfondos (Interbank), Scotiafondos, ING Fondos (vinculada a AFP Integra) y Promoinvest, siendo las empresas ligadas a bancos las que mayor participación de mercado presentan.

Por su parte, la industria de los fondos de inversión, también mostró importantes crecimientos a partir del año 2007, pero con una tendencia totalmente diferente a la industria de fondos mutuos. En efecto, en el caso de los fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos de inversión son dieciocho (y no sólo seis como en el caso de los fondos mutuos), presentando un número mayor de jugadores, no necesariamente ligados al sector financiero tradicional (bancos).

Asimismo, la estructura de los productos en la industria de los fondos de inversión es mucho más variada. Mientras que los fondos mutuos se centran básicamente en fondos de renta fija, y en menor medida en fondos de renta mixta y renta variable (fondos mutuos de estructura clásica y sencilla), los fondos de inversión invierten en infraestructura, *private equity*, *mezzanine*, inmobiliarios, forestales, descuento de facturas entre otros⁽¹⁵⁾, debido básicamente a que se encuentran dirigidos a ser colocados principalmente entre los inversionistas institucionales y no entre el público.

Así, podemos concluir que tanto la industria de fondos mutuos como de fondos de inversión evoluciona e involuciona conforme al vaivén de la economía, siendo un claro indicador de la madurez y la sofisticación que puede ir alcanzando el mercado.

Además, si el desarrollo y la evolución de los fondos mutuos nos permite hacer un diagnóstico del crecimiento de la inversión entre el gran público, y en general en el mercado de valores, el desarrollo y evolución de los fondos de inversión, a su vez, nos permite tomar la temperatura a nuestros inversionistas institucionales, su grado de sofisticación y la estructura de demanda que significan.

2. Naturaleza jurídica del Fondo de Inversión y estructura legal

Volviendo al modelo americano del que muchos países y legislaciones se han nutrido, en términos legales en dicha jurisdicción, un *hedge fund* es definido como una excepción a la definición legal de fondo mutuo o *investment company* por la *Investment Company Act*. De este modo, todo fondo que no califique como un *investment company* o fondo mutuo bajo la referida norma es un *hedge fund* que básicamente se encuentra fuera de la obligación de ser registrado ante la SEC. Esta excepción a la obligación de registro genera de manera automática la prohibición de que las acciones o participaciones del fondo puedan ser ofrecidas o vendidas entre el público en general. De hecho, la manera como está regulada la industria de los *hedge funds* en Estados Unidos de América busca

(15) Esta información fue obtenida de la presentación preparada por Equilibrium Clasificadora de Riesgo *An Affiliate of Moody's Investor Service, Inc.*, en el evento *Perú Briefing XV Anniversary*, llevada a cabo el miércoles 15 de junio de 2011 en el Hotel Westin en Lima, con motivo de la celebración de los 15 años de fundación de la referida clasificadora de riesgo.

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

que éstos se mantengan alejados del gran público, vale decir de los pequeños inversionistas.

En este sentido, la *Investment Company Act* establece una serie de excepciones a la definición de *investment company* cuyos parámetros son escrupulosamente seguidos por los administradores (*managers*) y los patrocinadores (*sponsors*) de los *hedge funds* al momento de crearlos y de ofrecerlos a los inversionistas. Por ejemplo, de acuerdo con la sección 3(c)(1) de la *Investment Company Act* no califica como *investment company* (o fondo mutuo) el vehículo de inversión (*pooled investment vehicle*) que no tuviera más de cien (100) beneficiarios o partícipes y que no efectuara una oferta pública de sus acciones. El *hedge fund*⁽¹⁶⁾ que se basa en esta excepción se denomina comúnmente *3(c)(1) Hedge Fund*⁽¹⁷⁾. Así, la normativa crea un supuesto de hecho bajo el cual, el *manager* puede estructurar y ofrecer el *hedge fund* de manera segura (*safe harbor*); toda vez que las consecuencias de no encontrarse dentro de alguna de las excepciones previstas por la norma pueden generar sanciones que van desde las pecuniarias administrativas hasta procesos penales muy graves. De otro lado, resulta claro que el encontrarse dentro de las excepciones otorga mayor libertad para el establecimiento de la política de inversiones del fondo, dándole mayor dinamismo, y tal como lo ha demostrado la historia de esta industria, mayores ganancias (y claro está, mayores riesgos).

Otra de las excepciones (o *safe harbor*) establecida por la *Investment Company Act* conocida como la exclusión 3(c)(7) excluye de la definición de *investment company* (o fondo mutuo) a cualquier vehículo de inversión (*pooled investment vehicle*) si todos los propietarios beneficiarios de sus valores en circulación califican como adquirentes calificados (*Qualified Purchasers*) tal como este término se define en la referida norma, y siempre que no se realice una oferta pública de sus valores. De acuerdo con la norma citada, se incluyen dentro de la definición de *Qualified Purchasers* a: (i) la persona que posea al menos US\$ 5 millones en inversiones (tal como éstas

se definen en la propia norma); (ii) compañías familiares (definida como la entidad o el grupo de entidades pertenecientes o relacionadas a una pareja de esposos o una familia) que posea al menos US\$ 5 millones en inversiones; y, (iii) el fideicomiso que no se haya constituido con el propósito de invertir en el 3(c)(7) *Hedge Fund* y cuyos administradores o constituyentes califiquen como *Qualified Purchasers*; entre otros supuestos detallados por la norma. Así, la naturaleza jurídica de un *hedge fund*, conforme a la regulación americana, responde a un vehículo de inversión colectiva que por naturaleza no puede ser ofrecida al público, sino a inversionistas calificados.

De otro lado, la estructura legal dada a nuestros fondos por haber sido justamente creada por la norma antes de su promulgación en el mercado, difiere de la organización tradicional que en otros países presentan los fondos mutuos y los fondos de inversión, países en los cuales los agentes se han visto en la necesidad de utilizar figuras previamente reguladas o existentes y adecuarlas al negocio de inversión colectiva.

Tal como mencionamos anteladamente, en Estados Unidos los fondos mutuos y los fondos de inversión utilizan para su constitución figuras legales existentes en la regulación; puesto que dichos fondos se constituyen como sociedades (*corporations o limited or general partnerships*), sus inversionistas o beneficiarios son accionistas (o socios), con el derecho a voto sumamente restringido pero con derechos económicos superiores a los de cualquier accionista, y sus administradores forman parte del directorio de la sociedad o

(16) Al respecto, debe tenerse presente que los fondos mutuos y los *hedge funds* son sociedades anónimas (*corporations*) o sociedades de responsabilidad limitada (*general partnership o limited partnership*) que colocan entre sus inversionistas o partícipes sus acciones o participaciones, haciéndolos beneficiarios de las utilidades o rendimientos que sean producidos por dichas sociedades cuyo propósito exclusivo es la inversión en otros valores o activos.

(17) HAMMER, D. REISER, C. HAYNES, G y otros. *U.S. Regulation of Hedge Funds*. Publicado por Shartsis Friese, LLP, American Bar Association – ABA, p. 62.



Isabel Gutiérrez Molina

cuentan con contratos de administración celebrados entre la sociedad (es decir el fondo) y el administrador del fondo. Con el paso del tiempo, estas estructuras netamente corporativas, que incluyen la constitución de subsidiarias y compañías *off-shores*, se han ido haciendo cada vez más complejas, tal como veremos más adelante.

Por el contrario, en nuestra regulación los fondos mutuos y los fondos de inversión son vehículos legales especialmente creados por la norma para estos fines, que si bien responden a una estructura legal muy sencilla no son fáciles de digerir por los inversionistas extranjeros acostumbrados a estructuras más complejas pero más conocidas.

De acuerdo con la *American Bar Association*, los *hedge funds* en Estados Unidos de América se organizan de manera más común como *limited partnerships*⁽¹⁸⁾, aunque en años recientes algunos pocos se han empezado a organizar como sociedades de responsabilidad limitada (*limited liability companies*). Por su parte, los *Offshore Hedge Funds*⁽¹⁹⁾ usualmente se organizan como *corporations* (o la figura equivalente en la jurisdicción que corresponda). Así, los *hedge funds* constituyen patrimonios autónomos (al igual como en el Perú) pero que a diferencia de lo que ocurre en nuestro país, dichos patrimonios se encuentran inmersos en, o “vestidos” por, estructuras legalmente utilizadas para otros fines, como las sociedades anónimas, los consorcios o *joint ventures*, las sociedades de responsabilidad limitada o las sociedades en comanditas por acciones, entre otras formas societarias. Por lo tanto, podría pensarse que al usar formas legales “conocidas” los *hedge funds* podrían ser estructuras legales más sencillas. Seguidamente veremos que ello no es así ni cercanamente.

Si un asesor de inversión maneja el portafolio de inversiones de un *U.S.* y un *Offshore Hedge Fund*, es decir, un fondo constituido localmente y otro en el extranjero, lo más probable es que los organice en lo que se conoce como la estructura de *master-feeder*, en la cual el *U.S.* y el *offshore hedge*

fund son *limited partners (feeders)* (algo así como el socio de responsabilidad limitada) de un *master limited partnership (fund)* (algo así como una sociedad en comandita), permitiendo que el asesor de inversión pueda negociar con ambos portafolios.

En este caso, si el *hedge fund* se organiza como un *limited partnership*, el asesor de inversión típicamente será su *general partner* o socio con responsabilidad ilimitada (como el socio colectivo de la sociedad en comandita). Ocasionalmente, sin embargo, por razones tributarias, el *general partner* es una entidad separada sin la responsabilidad del administrador de los portafolios y el administrador del portafolio, por el contrario, es un asesor de inversión bajo un contrato de administración de inversión entre el *hedge fund* y el administrador del portafolio.

De otro lado, si el *hedge fund* es una *offshore corporation*, éste también suscribirá un contrato de administración de portafolio con el asesor de inversión. En el caso de la estructura *master feeder*, el asesor de inversión típicamente será: (i) el *general partner* del *master fund*, (ii) el *general partner* del *U.S. fund (feeder)*; y/o, (iii) el asesor de inversión del *offshore fund (feeder)*. En cualquier caso, el administrador del portafolio como asesor de inversión se encontrará sujeto a la obligación de registro a nivel federal (ante la *SEC*) o estatal como tal, a menos que exista alguna excepción a su favor⁽²⁰⁾.

Este tipo de estructura (bastante más compleja de lo esperado), de acuerdo con lo señalado por la *American Bar Association*, busca conseguir

(18) De acuerdo con *Garner*, en *Black's Dictionary*, el *limited partnership* es una estructura legal asociativa o corporativa por la cual una o más personas se unen para llevar a cabo un negocio. Los constituyentes del *limited partnership* que tengan a su cargo el control de los negocios del *partnership* son personalmente responsables por las deudas del *partnership* y se les conoce como *general partners*. Las personas que sólo aportan al capital pero no tienen el control sólo son responsables hasta el monto de su aporte.

(19) Referido a los *hedge funds* constituidos fuera de las fronteras de USA.

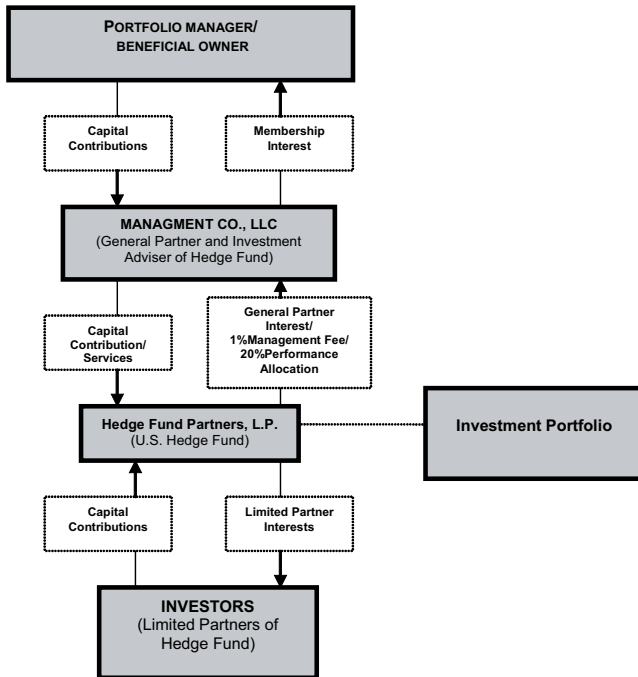
(20) REISER y otros. *Ibidem*

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

tres (3) objetivos fundamentales: (i) responsabilidad limitada de los inversionistas, a fin de que éstos no respondan por las deudas del fondo, (ii) eficiencia tributaria, como por ejemplo ocurre con la figura del *limited partnership*, que por ser una figura transparente en términos tributarios, permite trasladar las características tributarias de las rentas y pérdidas del fondo a sus inversionistas (*pass through*); y (iii) flexibilidad de manejo, según la cual será el *general partner* (o administrador) quien ponga las reglas en la política de inversiones y la estructura misma del fondo (plazo, aporte mínimo, recompra de cuotas, etc.).

La estructura básica de un *hedge fund* formado a partir de un *limited partnership* es la siguiente:

Diagrama 1



Fuente: American Bar Association.

Como se desprende del gráfico anterior, las partes o personas que participan de un *hedge fund* son: (i) el *general partner* o socio de responsabilidad ilimitada; (ii) el asesor de inversión; y, (iii) los *limited partners* o socios de responsabilidad limitada, vale decir los inversionistas.

El *general partner* normalmente es una entidad legalmente separada del *hedge fund*, pudiendo ser, a su vez, una sociedad de responsabilidad limitada o *corporation*. Este por lo general tiene la exclusiva responsabilidad y poder sobre la administración del negocio y los asuntos del *limited partnership* (vale decir, del fondo), incluyendo la administración de su portafolio. Si el *general partner* y el asesor de inversión no son la misma entidad, suele ocurrir que el asesor financiero es el que se encarga de la administración del portafolio del *hedge fund*, pero dicho asesor es supervisado por el *general partner*. El *general partner* (como el socio colectivo de la sociedad en comandita) tiene responsabilidad ilimitada respecto de las deudas del *hedge fund*.

En este tipo de estructura, suele ser común que el *general partner* invierta sus propios recursos en el *hedge fund* también como *limited partner*, en este caso, su responsabilidad ilimitada no afectará su aporte como *limited partner* (el socio de responsabilidad limitada o socio comanditario)⁽²¹⁾.

En caso el asesor de inversión y el *general partner* no sean la misma persona, se debe suscribir un contrato de administración de inversión entre el *hedge fund* y el asesor. Por estos servicios (incluso cuando también es *general partner*) el asesor de inversión

(21) Esta estrategia, vale decir que el *general partner* (socio colectivo) también participe como *limited partner* (socio comanditario), busca dar confianza a los inversionistas, enviando el mensaje de que el *general partner* al invertir como *limited partner*, incrementa su exposición al riesgo (al invertir más recursos en el fondo). En estos casos, para hacer más efectiva la estrategia el *general partner* suele acordar que será el último *limited partner* que se retire del fondo en caso de pérdidas.



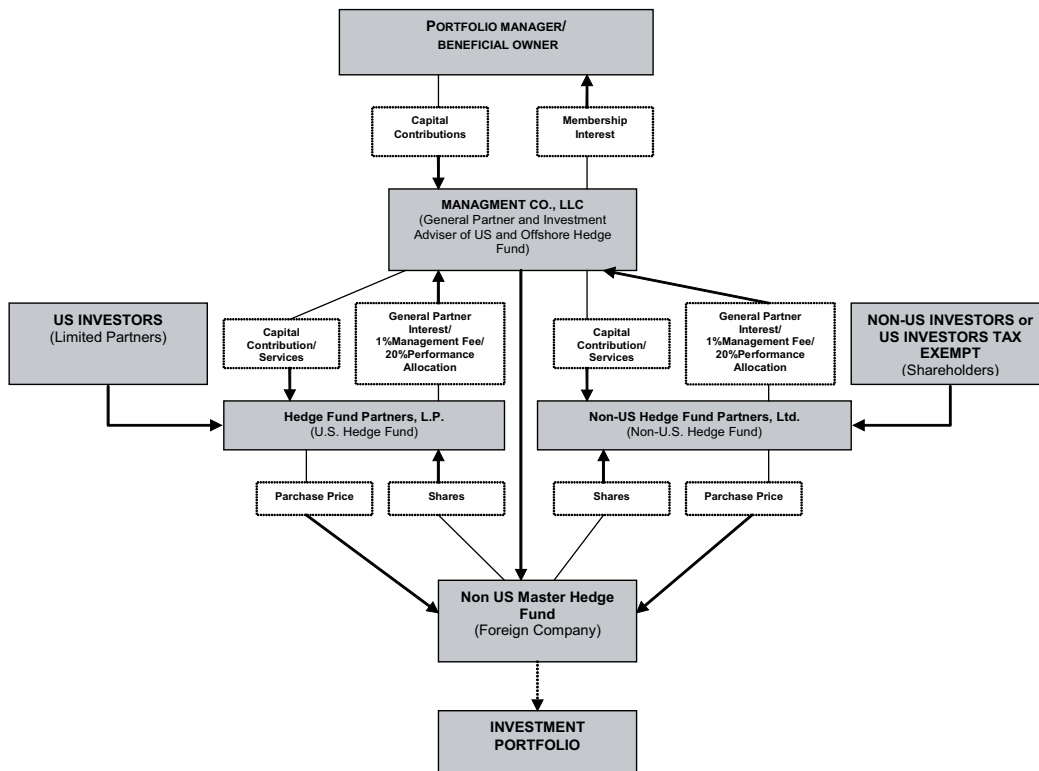
Isabel Gutiérrez Molina

recibe una comisión de administración (*management fee*) y una comisión de éxito (*performance* o *incentive allocations*) equivalente a cierto porcentaje sobre las ganancias del *hedge fund*.

Usualmente los inversionistas de los *hedge funds* fueron en el pasado personas o familias muy adineradas. En la actualidad, se busca que los inversionistas sean inversionistas institucionales, fondos, fundaciones, fondos de pensiones y legados, pero en cualquier caso no deben calificar como público de acuerdo con lo descrito por la *Investment Company Act*, a fin de que el *hedge fund* no se encuentre obligado a registrarse ante la SEC y califique como un fondo mutuo.

Ahora bien, este esquema a primera vista no tan simple, puede complicarse aún más si es que existe el interés de crear un *offshore hedge fund*, por ejemplo, para evitar que las ganancias del fondo sean gravadas con impuestos americanos o en caso se busque una mayor confidencialidad de las inversiones. En algunos casos, y con la finalidad de manejar un portafolio doméstico y otro internacional, y arbitrar con las inversiones, o contar con inversionistas americanos y extranjeros con el mínimo impacto tributario para cada uno de ellos, los *offshore hedge*

Diagrama 2



Fuente: American Bar Association.

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

funds toman estructuras más complejas como la denominada estructura *Master-Feeder*. La típica estructura *Master-Feeder* comprende un *Master Fund* y dos *Feeder Funds*. Los *feeder funds* son típicamente *U.S. limited partnerships* para los inversionistas a quienes apliquen los impuestos americanos (por ejemplo, a los ciudadanos americanos) y un *non-U.S. corporations* para inversionistas extranjeros a quienes no aplican los impuestos americanos. Ambos *feeder funds* invierten su capital en el *Master Fund*, el cual, normalmente es una *off-shore*. Las inversiones, normalmente se manejan a nivel del *Master Fund*. A continuación un diagrama con la estructura básica *Master-Feeder*.

Las ventajas de esta estructura, conforme a la *American Bar Association*⁽²²⁾ son: (i) en primer lugar, que este tipo de estructura facilita el manejo del portafolio, puesto que manejar un solo portafolio es mejor que manejar varios, siendo más fácil para el asesor de inversión mantener la uniformidad de rendimientos; (ii) eficiencia tributaria para el asesor financiero si el *Master-Fund* se organiza como un vehículo transparente en términos tributarios; y, (iii) al poder agregarse nuevos *Feeder-Funds* a la estructura, estos nuevos fondos (y sus respectivos nuevos inversionistas) se ahorran el riesgo de inicio de un nuevo fondo, puesto que este nuevo fondo únicamente se agrega a una estructura con *track-record* conocido y probado. Sin embargo, este tipo de estructura presenta algunas desventajas, que la *American Bar Association*⁽²³⁾ resume en: (i) más entidades, más costo administrativo; y, (ii) en cuanto a la administración del portafolio, se hace más difícil asignar las pérdidas y las ganancias entre los distintos fondos. A pesar de ello, esta estructura sigue siendo la más usada por los administradores de *hedge funds* americanos y extranjeros.

De este modo, podemos concluir que siendo bastante compleja la forma como se organizan los *hedge funds* en Estados Unidos, utiliza figuras legales existentes adecuándolas a las necesidades del negocio y tratando ante todo de alcanzar sus objetivos principales, cuales son: (i) la responsabilidad limitada de sus inversionistas; (ii) la mejor eficiencia tributaria disponible; y, (iii) la mayor flexibilidad en el manejo del fondo. Objetivos éstos que entendemos también

son deseables para los fondos de inversión peruanos. Sin embargo, en nuestro medio, la forma de obtener estos objetivos no pasa por la creatividad legal que puedan tener los asesores legales de un fondo de inversión, sino por la inspiración legal que tenga el legislador de turno.

En efecto, en nuestro país la estructura legal de los fondos de inversión se encuentra detallada por la Ley de Fondos de Inversión, la misma que no puede ser dejada de lado a elección de las partes intervinientes, y lo mismo podemos decir respecto de su eficiencia tributaria, que es determinada por el legislador tributario. Felizmente en la actualidad resulta claro en las normas aplicables: (i) la responsabilidad limitada de los inversionistas de los fondos de inversión e incluso de la sociedad administradora (salvo casos de dolo o culpa inexcusable), así como; (ii) la transparencia tributaria del fondo; y, (iii) la flexibilidad de inversión para los fondos de inversión colocados de manera privada; siendo así que podemos decir que los tres objetivos antes señalados se vienen cumpliendo de acuerdo con la estructura legal establecida en las normas aplicables.

En el Perú, tanto los fondos mutuos como los fondos de inversión son *patrimonios autónomos* formados por el aporte de sus respectivos partícipes, quienes invierten en los referidos fondos con la finalidad de obtener una rentabilidad. Ambos fondos son administrados por una sociedad administradora (debidamente autorizada para actuar como tal por la CONASEV) encargada de destinar los recursos captados en diversas inversiones, conforme a la política de inversiones expresamente diseñada para el respectivo fondo en el Reglamento Interno

(22) REISER, C y HAYNES, G. U.S. Op. cit.; pp. 108-109.

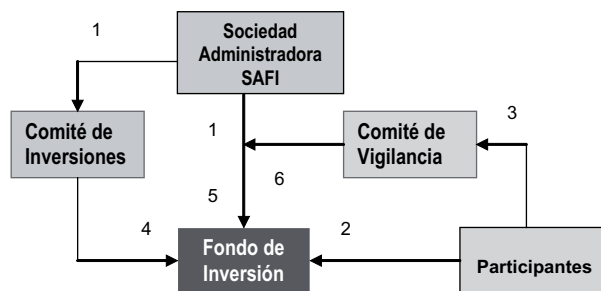
(23) Ídem, pp.110-111.



Isabel Gutiérrez Molina

del Fondo. A continuación un gráfico con la típica estructura y dinámica de un fondo de inversión privado local:

Diagrama 3



1. La SAFI constituye el fondo de inversión (Reglamento Interno del Fondo) y nombra a los miembros del comité de inversiones del fondo.
2. Los partícipes invierten en el fondo de inversión mediante la suscripción de cuotas de participación representadas mediante certificados de participación.
3. Los partícipes nombran a los miembros del comité de vigilancia que los representará ante la SAFI.
4. El comité de inversiones decide las inversiones que llevará a cabo el fondo.
5. La SAFI administra los activos o inversiones del fondo de inversión.

Como se desprende de lo expuesto, nuestra legislación establece una sencilla organización legal de los fondos de inversión en la que las partes intervinientes y sus funciones, así como su estructura legal, son bastante claros aunque inflexibles en ciertos aspectos. Así, tenemos que los partícipes pueden ser personas naturales y jurídicas, que pueden constituir público en general o un segmento de éste. Caso en el cual, el fondo se entenderá colocado mediante oferta pública debiendo ser inscrito ante la CONASEV y sujetándose con ello a todas las disposiciones contenidas en la Ley de Fondos de Inversión y su reglamento⁽²⁴⁾. O bien también podrán ser sólo inversionistas institucionales, tal como este término se define en la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores aprobado mediante Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10 (en adelante, el “Reglamento de OPP”), o en cualquier caso, inversionistas privados, casos en los que el fondo se considerará colocado mediante oferta privada,

no encontrándose sujeto a las normas contenidas en la Ley de Fondos de Inversión y su Reglamento, aunque sí, a las normas sobre control de inversiones aplicables a los inversionistas institucionales a quienes se ofrezca el fondo de inversión privado.

De acuerdo con nuestra regulación, la calidad de partícipe, entre otros casos, se adquiere con la suscripción de las cuotas de participación del fondo de inversión, las mismas que se encuentran representadas en los certificados de participación que son emitidos por la sociedad administradora en representación del fondo de inversión.

Por su parte el administrador del fondo, normalmente *sponsor* del mismo y responsable de su creación es la sociedad administradora del fondo, que por ley toma la forma de una sociedad anónima. En este caso, a diferencia de lo que ocurre con el asesor de inversión que también es *general partner* en un *hedge fund* americano, la sociedad administradora no es responsable de manera ilimitada por las deudas del fondo, a menos que hubiese actuado con dolo o negligencia grave, y siempre que haya generado un daño con ello. Esta sociedad se encarga de la administración del fondo, vale decir de sus activos o inversiones, del monitoreo de las mismas, de la compra o venta de activos o del cierre de transacciones en representación del fondo, así como de todo el sistema operativo del mismo, tal como el cálculo del valor de la cuota, el pago de deudas, la contratación de servicios (legales, contables, auditoría, etc.), la emisión de información por parte del fondo, y en general, de todo el funcionamiento del mismo.

(24) Tal como hemos señalado, en el caso americano, la colocación de un fondo mediante oferta pública automáticamente convierte a este fondo en un fondo mutuo o *investment company*; siendo que en el Perú, simplemente, mantiene su condición de fondo de inversión (manteniendo cierta amplitud en las inversiones permitidas al fondo) pero se sujeta a la regulación prevista en la Ley de Fondos de Inversión y su Reglamento.

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

Así, tenemos que el fondo de inversión no tiene la categoría de persona jurídica ni de un contrato asociativo (no es una sociedad o consorcio, *corporation* o *partnership*), sino que simplemente es un patrimonio autónomo tributariamente transparente, cuyos derechos y obligaciones deben ser ejercidos por la sociedad administradora actuando a nombre y en representación del fondo.

El comité de inversiones, elegido por la sociedad administradora de fondos de inversión con la creación del fondo, es un órgano colegiado independiente tanto a la sociedad administradora como al fondo mismo, que se encarga de aprobar las inversiones que serán llevadas a cabo por el fondo de inversión. Por su parte, el comité de vigilancia, órgano colegiado cuyos miembros son elegidos por los partícipes, se encarga de representar a los partícipes y de vigilar a la sociedad administradora, conforme a las facultades que le sean conferidas por la asamblea de partícipes dentro del marco previsto en el Reglamento Interno del Fondo (una especie de estatuto), documento éste último con el cual se constituye el fondo, y al cual todos los partícipes se adscriben al momento de adquirir la calidad de partícipes del fondo.

Como se desprende de lo expuesto, la estructura legal de los fondos de inversión hasta el momento cumple con los objetivos generales aplicables a todos los fondos de inversión, e incluso con mayor protección a la sociedad administradora que cuenta con responsabilidad limitada *per sé*. Sin embargo, este tipo de estructura ha creado algunos inconvenientes cuando, por ejemplo, se busca captar la inversión de inversionistas extranjeros, que no entienden fácilmente la creación legal de un vehículo especial ni sus características al no serles familiar. Tal es así que en estos casos se requiere la realización de detallados informes legales en los que se especifique que los fondos de inversión, por ejemplo, son vehículos legales de responsabilidad limitada como los conocidos *corporations* o *limited partnetships*, o en los que se debe detallar que por ejemplo, en el caso de los fondos de inversión peruanos no se requiere un contrato de administración o la elección de directores porque nuestra norma establece el rol y las funciones de la sociedad administradora, pero crea figuras diferentes como el comité de inversiones (una especie de directorio independiente de la sociedad administradora que aprueba las inversiones del fondo) y el comité de vigilancia que representa los intereses de los partícipes, pero que al

igual que el comité de inversiones no son responsables por las deudas del fondo. A diferencia de los fondos extranjeros, los fondos de inversión peruanos normalmente son creados y patrocinados por el mismo *manager*, es decir, por la propia sociedad administradora, no siendo de especial uso la figura de patrocinadores o *sponsors*.

Asimismo, también se han generado absurdos legales en los que por falta de una regulación registral específica no se puede registrar un inmueble o garantía en los Registros Públicos a favor de un fondo de inversión; toda vez que los fondos de inversión no califican como personas jurídicas ni existen normas especiales como sí las hay para los fideicomisos que permiten la inscripción a su nombre de inmuebles y de garantías mobiliarias a su favor.

De otro lado, también resulta algo complicado explicarle al inversionista extranjero que un fondo de inversión puede ser colocado de manera pública sin que por ello califique como un fondo mutuo. De acuerdo con nuestra regulación los fondos mutuos difieren de los fondos de inversión porque los primeros están diseñados para su inversión predominantemente en valores mobiliarios (razón por la que se regulan en la Ley del Mercado de Valores), mientras que los fondos de inversión cuentan con un espectro mayor de posibilidades de inversión, encontrándose regulados por su propia ley (pudiendo invertir en todo tipo de activos, como cuentas por cobrar, inmuebles, muebles, etc.). A pesar de lo dicho anteriormente, puede afirmarse que esta diferencia replica, de cierta manera, una de las diferencias fundamentales entre el fondo mutuo y el fondo de inversión en otras regulaciones.

Sin embargo, una diferencia prevista de manera legal y que no entendemos concretamente a qué razones responde,



Isabel Gutiérrez Molina

establece que los fondos mutuos son vehículos de inversión colectiva de capital abierto, vale decir que permite el retiro inmediato de la inversión por parte del partícipe, mientras que los fondos de inversión son de capital cerrado, no permitiendo la salida inmediata de sus inversionistas, sino hasta la fecha de vencimiento del fondo de inversión. Si bien entendemos que en el caso de los fondos mutuos, vehículo colectivo de inversión dirigido al público, se debe contar con la suficiente liquidez que permita al pequeño inversionista retirar su inversión de manera inmediata al valor de mercado, no nos queda claro por qué no pueden acceder a esa misma liquidez los inversionistas del fondo de inversión, más aún, si éste es colocado mediante oferta pública, o si lo fuera por oferta privada, si así lo decidieran libremente los partícipes con la sociedad administradora.

Esto último, por ejemplo, restringe la flexibilidad que caracteriza al fondo de inversión frente al fondo mutuo. Si bien, es bastante típico que por las estrategias de inversión de los fondos de inversión (más complejas y a veces menos líquidas) y el perfil de los inversionistas (con alto nivel patrimonial y menor aversión al riesgo) la salida de la inversión suele encontrarse bastante restringida o reglamentada (normalmente en otras jurisdicciones se establece que sólo se admite la salida de los inversionistas en ciertas fechas del año), no entendemos por qué la norma no deja simplemente que sean los participantes en el mercado de fondos de inversión los que decidan el camino de salida que estarán dispuestos a tolerar al suscribir las cuotas de participación del fondo de inversión, más aún si se coloca de manera pública. Este tipo de medida, por ejemplo, genera que, al no existir posibilidad de redención anticipada de las cuotas de participación en los fondos de inversión, el plazo de vencimiento de los fondos de inversión sea muy corto y que para ser renovado deba ser aprobado por la asamblea de partícipes. También explica la ausencia en nuestro medio de fondos de inversión colocados desde un inicio mediante oferta pública.

A manera de conclusión, podemos adelantar que si bien la estructura legal de los fondos de inversión peruanos es bastante sencilla y cumple con los principales objetivos de los fondos de inversión (responsabilidad limitada del partícipe, eficiencia tributaria y flexibilidad en las inversiones), presenta algunos aspectos que podrían ser revisados y regulados de manera más flexible (o simplemente no ser regulados) a fin

de que sea el propio mercado de fondos de inversión quien los regule en la práctica.

3. Fondos de Inversión Públicos y Privados

Tal como hemos adelantado, de acuerdo con la Ley de Fondos de Inversión y su reglamento, la Resolución CONASEV N° 042-2003-EF/94.10 (el “Reglamento de los Fondos de Inversión”), los fondos de inversión pueden ser colocados mediante oferta pública u oferta privada, en cuyo caso, se presentará un régimen legal totalmente distinto para cada fondo. Mientras el fondo de inversión público deberá registrarse en el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV y sujetarse estrictamente a las normas aplicables a las ofertas públicas, como el Reglamento de OPP, para la elaboración de, por ejemplo, el prospecto informativo del fondo de inversión, así como sujetarse a todas las disposiciones de la Ley de Fondos de Inversión y del Reglamento de Fondos de Inversión; por su parte, los fondos privados no se encontrarán sujetos a este régimen legal, debiendo cumplir únicamente con algunas pocas disposiciones de las normas antes descritas y eventualmente, de ser el caso, con las normas de control de inversiones aplicables a los inversionistas institucionales a quienes se ofrezcan las cuotas de participación del fondo de inversión, como por ejemplo, las normas aplicables a las Administradoras Privadas de Pensiones – AFPs, las compañías de seguros, u otros inversionistas institucionales como ESSALUD, los bancos, los fondos mutuos, entre otros.

Así, los fondos de inversión colocados por oferta pública, por ejemplo, se encuentran sujetos a la supervisión de la CONASEV, por lo que cualquier reclamo de los inversionistas que puedan sentirse afectados por la sociedad administradora puede ser ventilado ante la CONASEV. Por el contrario, en el caso de

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

los fondos privados los inversionistas deberán solucionar sus reclamos ante la sociedad administradora del fondo, ante las autoridades judiciales y/o arbitrales escogidas y utilizando los mecanismos establecidos en el reglamento de participación.

De acuerdo con la Ley de Fondos de Inversión, entre las disposiciones de obligatorio cumplimiento por parte de los fondos colocados mediante oferta pública (pero que en muchos casos son tomados de manera voluntaria para los fondos privados) tenemos el plazo máximo de seis meses para la subsanación de excesos de inversión o de inversiones no previstas en la política de inversiones del fondo que no sean atribuibles a la sociedad administradora. De igual modo: (i) la obligación de entregar el reglamento de participación al inversionista antes de la suscripción del certificado de participación, así como; (ii) la prohibición de invertir en ciertos activos, tales como, las acciones de otras sociedades administradoras de fondos, AFP, sociedades agentes de bolsa y otros fondos administrados por la misma sociedad administradora; y, (iii) las normas sobre transparencia en el cobro de comisiones suelen ser parámetros que a pesar de no ser obligatorios son asumidos de manera voluntaria por los fondos privados. En esta misma línea, es bastante usual que las incompatibilidades previstas por las normas para los fondos públicos referidas a los miembros del comité de inversiones y del comité de vigilancia, también sean asumidas como propias por los fondos privados.

No obstante, algunas obligaciones previstas para los fondos colocados por oferta pública no son siempre asumidas por los fondos privados básicamente porque afectan su flexibilidad en el manejo del fondo, como por ejemplo, la obligación de contar con la previa aprobación del Comité de Vigilancia del fondo para la emisión o asunción de obligaciones y el otorgamiento de garantías respecto de dichas obligaciones, así como la prohibición de que un partícipe suscriba más de un tercio del patrimonio del fondo de inversión después de los tres años de iniciadas las actividades del fondo. Asimismo, el Reglamento de los Fondos de Inversión establece criterios de diversificación de las inversiones, que no necesariamente son seguidos de manera estricta por los fondos de inversión privados.

Como se desprende de lo señalado, si bien en estricto los fondos de inversión colocados por oferta privada no se encuentran obligados a cumplir con los requerimientos

legales antes indicados, es práctica común en el mercado que así lo hagan, no sólo para hacerse más confiables y atractivos al inversionista privado, sino especialmente con la finalidad de en algún momento poder inscribir sus cuotas de participación en algún mecanismo centralizado de negociación o bolsa, sin que para ello sea necesario efectuar demasiadas modificaciones a su estructura y a su reglamento interno de participación.

Por lo tanto, tenemos que en la práctica los fondos de inversión colocados entre el público, y los fondos privados, especialmente los colocados entre inversionistas institucionales, no deberían diferir demasiado en sus características o estructuras esenciales. Sin embargo, por el momento consideramos que por su flexibilidad y por ende, por su complejidad (en términos relativos en comparación con los fondos de inversión públicos) se ajustan más a las necesidades de inversionistas calificados, como por ejemplo las AFP. De hecho, en esta industria resulta de vital importancia que los fondos de inversión cumplan con los requisitos de inversión legalmente requeridos para que puedan ser adquiridos por los inversionistas institucionales, especialmente por las AFP, los mayores inversionistas de nuestro mercado, quienes suelen ser el objetivo primordial de los administradores de fondos de inversión locales.

4. Requisitos legales para la inversión de AFP en los fondos de inversión

De acuerdo con el Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones referido a Inversiones (Resolución 052-98-SAFP y sus modificatorias) ("Título VI"), los fondos de inversión (sean públicos o privados)



Isabel Gutiérrez Molina

constituidos en el país para ser *aefepeables* ⁽²⁵⁾ deben cumplir con las siguientes características o condiciones:

- a) Encontrarse administrados por sociedades administradoras de fondos debidamente autorizadas para actuar como tales y supervisadas por la CONASEV;
- b) los activos en los que, a su vez, invierten los fondos de inversión deben encontrarse previstos en la regulación aplicable a las AFP como inversiones permitidas para los fondos de inversión en los que las AFP invertirán los recursos de los fondos de pensiones administrados, ello incluye obligaciones de corto y largo plazo, acciones, derivados, cuotas de participación de otros fondos, entre otros instrumentos;
- c) los fondos de inversión colocados mediante oferta pública deben cumplir con la Ley de Fondos de Inversión y el Reglamento de Fondos de Inversión;
- d) los fondos de inversión colocados mediante oferta privada deben cumplir con la normativa del sistema privado de pensiones;
- e) las inversiones de los fondos de inversión realizadas en el extranjero deben sujetarse, en lo que resulte aplicable, a las disposiciones del Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior, y no superar el cincuenta por ciento de los activos del fondo, a fin de que se consideren dentro de los límites locales de inversión; y,
- f) entre otras condiciones.

Como se desprende de lo antes señalado, se trata de requisitos que fácilmente pueden ser cumplidos por fondos de inversión administrados por sociedades administradoras de fondos de inversión, debidamente autorizadas para actuar como tales por la CONASEV, siempre que se trate de fondos que inviertan en instrumentos locales pero que no hagan inversión extranjera.

En efecto, la regulación sobre control de inversiones de las AFP se encuentra estructurada de tal manera que hace muy difícil (al menos hasta el momento) para las sociedades administradoras cumplir con los requisitos legales y los estándares aplicables, si se establece la posibilidad de que el fondo de inversión pueda, a su vez, invertir sus recursos en el exterior.

De acuerdo con el artículo 23-A del Título VI las inversiones realizadas en el exterior por los fondos mutuos o fondos de inversión (en los que a su vez, inviertan las AFPs) deberán sujetarse, en cuanto resulte aplicable según el criterio de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones – SBS (o Superintendencia), a las disposiciones contenidas en el Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior.

El efecto de una regulación como ésta, aunado a la interpretación que sobre la misma tiene la SBS, genera que se soliciten a las sociedades administradoras locales que cumplan con casi todos (por no decir con todos) los requisitos aplicables a las sociedades administradoras extranjeras, que son ciertamente estándares bastante más altos que los aplicables a las sociedades locales que sólo invierten los recursos de sus fondos en inversión local.

Por ejemplo, si una sociedad administradora local constituye un fondo de inversión cuya política de inversiones implique la posibilidad de invertir, digamos, en acciones de empresas no listadas en Bolsa, constituidas o ubicadas en el exterior; y asumamos, que a criterio de la SBS, un fondo de esas características calificaría como uno de *private*

(25) Término informal que comúnmente se usa para catalogar a un fondo de inversión (o cualquier otro instrumento financiero) como una inversión permitida para las AFP de acuerdo con sus normas sobre control de inversiones.

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

equity, correspondería aplicar a dicho fondo el artículo 9 del Reglamento para la Inversión en el Exterior, de acuerdo con el cual:

“Cuotas de participación de fondos mutuos alternativos. Artículo 9.- Los fondos mutuos alternativos son aquellos cuyas inversiones además de efectuarse en los instrumentos u operaciones señalados en los incisos a, b, c y d del artículo 3, se realizan mayoritariamente en (...) en acciones no inscritas en bolsas de valores (*Private Equity Fund*) (...) o en otros tipos de instrumentos similares que la Superintendencia determine.

La inversión en cuotas de participación de los fondos mutuos alternativos deberá cumplir con los siguientes requisitos:

a) Las sociedades administradoras de los fondos mutuos y/o sus respectivas casas matrices, *se encuentren constituidas en algún Estado* a que se refiere el último párrafo del artículo 3. Para este efecto, la AFP verificará, entre otros, *el registro de inscripción en los organismos correspondientes. (...)* (las cursivas son nuestras).

Sobre este particular cabría aclarar que al estar la sociedad administradora constituida en el Perú e inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV, se cumpliría con este requisito.

No obstante, a continuación la norma antes citada señala que:

“(...) b) Las sociedades administradoras, o su casa matriz *deberán contar con al menos cinco años de experiencia en la administración de fondos mutuos alternativos* y/o acreditar que el equipo gestor de fondos mutuos alternativos cuenta con al menos cinco años de experiencia en la administración de fondos mutuos alternativos. (...)

Al respecto, la sociedad administradora deberá demostrar que ella misma o su equipo cuentan con este tiempo de experiencia en la administración de *Private Equity Funds* o algún otro fondo alternativo. Este requisito es un ejemplo claro de cómo las posibilidades de cuadrar en el supuesto de hecho normativo se reducen si se tiene en cuenta que las primeras sociedades administradoras de fondos que innovaron sus

productos hacia este tipo de fondo lo hicieron alrededor del año 2008.

Seguidamente, la misma norma indica que:

“(...) c) La liquidez de las *cuotas de participación* de los fondos mutuos alternativos deberá corresponder al uso y costumbres de los respectivos mercados; (...)

f) *El monto de los activos administrados para el caso exclusivo de fondos mutuos o el capital bajo administración (capital comprometido y el valor del capital invertido) para el caso exclusivo de los fondos de inversión, por la sociedad administradora de cada tipo de fondo mutuo alternativo, o su casa matriz, no sea inferior a quinientos millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 500 000 000) o su equivalente en las monedas señaladas en el artículo 3. Se considerará como activos administrados al importe de la inversión ya realizada y el valor comprometido que está pendiente de ser desembolsado;*

g) *El valor total del patrimonio del fondo mutuo no sea inferior a cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 50 000 000) o su equivalente en las monedas señaladas en el artículo 3. Se considerará como patrimonio del fondo al importe de la inversión ya realizada y el valor comprometido que está pendiente de ser desembolsado o el valor del patrimonio objetivo en caso los fondos aún no hayan sido colocados; (...)*”

Como se desprende del texto transcrito, las sociedades administradoras locales tendrían que, entre otros requisitos, tener bajo su administración por lo menos US\$ 500 millones de activos propios de *Private Equity Fund*. Cifra que entendemos no es cubierta



Isabel Gutiérrez Molina

por ninguna sociedad administradora local considerando todos sus tipos de fondos de inversión.

Como se desprende de lo aquí expresado, resulta claro que los requisitos que deben ser cumplidos por los fondos de inversión (y sus sociedades administradoras) que invierten en instrumentos del exterior, se elevan de manera considerable respecto de aquéllos fondos de inversión que sólo invierten en instrumentos locales.

Si bien en este momento, se percibía en el mercado una intención clara del legislador de, por ejemplo, incrementar las posibilidades de inversión de las AFP en el exterior (con el Proyecto de Ley 04675/2010PE que buscaba el incremento del límite de inversión de las AFP en instrumentos del exterior de 30% a 50% del valor del fondo de pensiones) queda esperar si con el tiempo dicha tendencia será confirmada o revertida. Por lo tanto, no podemos avizorar con claridad si en el corto o mediano plazo se presentarán o no grandes cambios en la industria de fondos de inversión con relación a las posibilidades de inversión extranjera de éstos.

No obstante lo expuesto, confirmamos nuestra conclusión en el sentido que la industria de fondos de inversión, mucho más ligada a la evolución y sofisticación de nuestros inversionistas institucionales, entre ellos las AFP, se presenta como un claro indicador de las tendencias en la demanda de instrumentos de inversión de los referidos inversionistas. A la vez que, como contrapartida, lo hasta aquí expuesto nos permite definir con claridad la enorme influencia que en nuestro mercado de valores tienen las AFP y su ente regulador, al punto que es la regulación sobre el control de inversiones de las AFP y el propio apetito de inversión de tales inversionistas, lo que marcará la dirección a la cual se dirigirá la industria de fondos de inversión en el Perú.

Ahora bien, y teniendo en cuenta que las AFP se encuentran autorizadas a invertir en fondos de inversión que a su vez, inviertan en sociedades *locales* no inscritas en bolsa, sin que para ello la sociedad administradora del fondo deba cumplir con estándares por el momento inalcanzables, surge una oportunidad para que esas sociedades no listadas en bolsa accedan a los recursos provenientes de la AFP a través de los fondos de inversión.

5. Los fondos de inversión como una ventana al mercado de capitales

De acuerdo con la regulación antes indicada, los fondos de inversión en los que las AFP podrán invertir los recursos de los fondos de pensiones administrados, pueden, a su vez, invertir en acciones no inscritas en la bolsa de valores (*private equity fund*) o en instrumentos emitidos por empresas de reciente constitución (*venture capital fund*), o en alguna combinación de éstas. De este modo, las normas de inversión de las AFP permite que las mismas puedan invertir en instrumentos en los que en principio no pueden invertir de manera directa, puesto que de acuerdo con las normas aplicables, la inversión directa de las AFP en acciones sólo puede ser realizada en acciones listadas en bolsa o en algún otro mecanismo centralizado de negociación, que además presenten o una clasificación de riesgo de grado inversión o indicadores de capitalización de mercado elevados.

Como se desprende de lo expuesto, a través de los fondos de inversión se crea una oportunidad para que empresas recientemente constituidas o no listadas puedan colocar sus acciones entre las AFP. Evidentemente, en estos casos, la idea es que el fondo de inversión se presente a sí mismo como una alternativa interesante de inversión, para lo que deberá incluir, por ejemplo, una política de diversificación de inversiones atractiva, contar con caminos de salida adecuados que brinden cierto grado de liquidez a sus inversiones, entre otras ventajas, que hagan atractiva la inversión en el fondo de inversión a las AFP, formando un producto superior al de las acciones en las que destinara su propia inversión.

Así, se hace evidente una de las grandes ventajas que presentan los fondos de inversión

Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria

para la economía, cual es que, son vehículos idóneos para que los activos o inversiones que no pueden ser adquiridos directamente por los inversionistas del mercado de valores (ya sean inversionistas privados o institucionales) puedan serlo a través de un fondo de inversión que al crear una economía de escala y de diversificación de riesgo, las haga atractivas a los inversionistas más sofisticados.

De este modo, las empresas que por su tamaño, su falta de eficiencia o formalidad o por los costos de transacción que implicarían listar sus acciones en una bolsa, no están en capacidad de hacerlo, podrían eventualmente llegar a los mismos inversionistas que acuden a las bolsas a colocar su inversión, pudiendo así dichas empresas obtener fuentes de financiamiento más directas y, por ende, más económicas que el sistema financiero tradicional y claro está, los prestamistas informales.

Estará pues en manos de los operadores de la industria la creación de fondos de inversión que, por ejemplo, no sólo agrupen a sociedades no listadas en bolsa (empresas medianas o incluso pequeñas), sino que además puedan brindarle servicios adicionales que las hagan más rentables o formales, que las monitoreen y que con ello reduzcan la aversión al riesgo de los inversionistas institucionales respecto de este tipo de empresas, y que a la vez con ello diferencien al fondo de inversión de sus inversiones, y de otros fondos y productos.

Los primeros esfuerzos en este sentido se vienen dando con la constitución en el año 2008 de los primeros fondos de inversión *mezzanine*, como el de Summa SAFI, así como el planeamiento y la puesta en marcha en 2009 – 2011 de fondos alternativos *private equity fund* y *venture capital* de Compass, fondos especializados en pymes de Compass Group SAFI, entre otros⁽²⁶⁾.

Al respecto, esperamos que dichos esfuerzos continúen, no sólo como respuesta a lo que podría ser una tendencia normativa en el control de inversiones de las AFP hacia los instrumentos locales, sino como un interés propio de la industria y del mercado de valores en la búsqueda de mejores

alternativas de inversión dentro de nuestro propio mercado de valores.

6. Conclusiones

- a. Las industrias de fondos de inversión y de fondos mutuos cuentan con las mismas raíces históricas, haciendo más evidente aún la ligazón existente en ambas, no pudiéndose explicar una sin la otra.
- b. En nuestro país, a diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos de América, la industria de fondos mutuos y fondos de inversión surgió a raíz de una iniciativa legislativa, lo que al principio generó un claro divorcio entre la realidad de la industria y la madurez del mercado, y las normas que la regulaban. Este hecho, se hizo más evidente aún con la crisis de 1997 que desencadenó en una caída estrepitosa de la incipiente industria de fondos mutuos del Perú y un retraso notorio en el inicio de actividades de la industria de fondos de inversión.
- c. Tanto la industria de fondos mutuos como de fondos de inversión evoluciona e involuciona conforme al vaivén de la economía, siendo un claro indicador de la madurez y la sofisticación que puede ir alcanzando el mercado. Además, si el desarrollo y la evolución de los fondos mutuos nos permite hacer un diagnóstico del crecimiento de la inversión entre el gran público, y en general en el mercado de valores, el desarrollo y evolución de los fondos de inversión, a su vez, nos permite tomar la temperatura a nuestros inversionistas institucionales, su grado de sofisticación y la estructura de demanda que significan.

(26) Esta información fue obtenida de la presentación preparada por Equilibrium Clasificadora de Riesgo *An Affiliate of Moody's Investor Service, Inc.*, en el evento *Perú Briefing XV Anniversary*, llevada a cabo el miércoles 15 de junio de 2011 en el Hotel Westin en Lima, con motivo de la celebración de los 15 años de fundación de la referida clasificadora de riesgo.



Isabel Gutiérrez Molina

- d. A pesar de sus inicios algo caóticos, en la actualidad, las normas aplicables a los fondos de inversión cumplen con los requisitos básicos necesarios para que permitan su desarrollo, es decir, ser: (i) tributariamente eficientes, (ii) asegurar la responsabilidad limitada de los inversionistas, y finalmente (iii) permitir un manejo flexible y eficiente del portafolio de inversión del fondo de inversión (aunque en este último punto, aún hay ajustes que podrían hacerse).
- e. Dicho lo anterior, si bien la naturaleza jurídica de los fondos de inversión (y de los fondos mutuos) son de difícil entendimiento para los inversionistas extranjeros, el hecho que sea claramente una estructura más sencilla, que igualmente cumple con los objetivos antes indicados, resulta ser una estructura legal útil y adecuada que lejos de constituir un obstáculo para el desarrollo de la industria lo ha solventado.
- f. En nuestro país no se presenta una distinción real entre fondos públicos o fondos privados, en términos de estructura, y ello es así, puesto que los fondos de inversión tienen como objetivo principal su colocación entre los mismos inversionistas, y entre éstos los más importantes son las AFP.
- g. Como resultado de lo anterior, es la demanda de las AFP, su grado de sofisticación, el tipo de instrumento o de inversión que requieren, y las normas sobre control de inversiones que les son aplicables, los factores que marcarán la pauta en el futuro desarrollo de la industria de fondos de inversión.
- h. En este escenario, los fondos de inversión, estructurados adecuadamente, pueden constituirse en una puerta de ingreso para que las pequeñas y medianas empresas o nuevos emprendimientos, puedan acceder a los tan deseados recursos provenientes del mercado de capitales, incluyendo los provenientes de los inversionistas institucionales más importantes del mismo (los fondos de pensiones administrados por las AFP). En este sentido, se están presentando los primeros esfuerzos, que esperamos continúen, no sólo como respuesta a una tendencia normativa sino más bien como una evolución natural de nuestro mercado de valores hacia instrumentos locales interesantes por sí mismos.